

УДК 338.5.001

**Докієнко Л.М.**канд. економ. наук, доцент  
Міжнародний університет фінансів**ФІНАНСОВИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ОЦІНЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ  
ПРИВАБЛИВОСТІ ПІДПРИЄМСТВА****ФИНАНСОВЫЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ  
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ****FINANCIAL TOOLS ASSESSMENT OF INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF  
ENTERPRISE**

*Стаття присвячена розгляду сучасного фінансового інструментарію оцінювання інвестиційної привабливості підприємства, як з позиції потенційного інвестора, так і з позиції власника. Визначено, що методики оцінювання інвестиційної привабливості підприємства з фінансової точки зору не повинні обмежуватися класичною оцінкою фінансового стану та прогнозуванням ймовірності банкрутства. Запропоновано здійснювати оцінку інвестиційної привабливості підприємства на основі інтеграції двох сучасних концепцій управління: вартісно-орієнтованого управління (VBM) та вимірювання ефективності (PM). Пропонується фінансові показники VBM-моделі та її ключовий показник економічної доданої вартості (EVA) інтегрувати у систему збалансованих показників (BSC), а саме у її перспективу “фінанси” в якості ключового показника ефективності. Розроблено перелік основних та допоміжних фінансових показників в рамках “VBM–EVA–BSC” моделі, що необхідні для інвестора та фінансової служби підприємства з їх поділом на стратегічні та поточні. Крім того, надано алгоритми розрахунку ключових фінансових показників інвестиційної привабливості підприємства в рамках “VBM–EVA–BSC” моделі.*

**Ключові слова:** інвестиційна привабливість підприємства, вартісно-орієнтоване управління, економічна додана вартість, збалансована система показників.

*Статья посвящена рассмотрению современного инструментария оценивания инвестиционной привлекательности предприятия, как с позиции потенциального инвестора, так и со стороны собственника. Определено, что методики оценивания инвестиционной привлекательности предприятия не должны ограничиваться классической оценкой финансового состояния и прогнозирования банкротства. Предложено осуществлять оценивание инвестиционной привлекательности предприятия на основе интеграции двух современных концепций управления: ценностно-ориентированного управления (VBM) и измерения эффективности (PM). Предложено финансовые показатели VBM-модели и ее ключевой финансовый показатель экономической добавленной стоимости (EVA) интегрировать в систему сбалансированных показателей (BSC), а именно в ее перспективу “финансы” в качестве ключевого показателя эффективности. Разработано перечень основных и вспомогательных финансовых показателей рамках “VBM–EVA–BSC” модели, которые необходимы для инвестора и финансовой службы предприятия с их разделением на стратегические и текущие. Кроме того, представлено алгоритм расчета ключевых*

финансовых показателей инвестиционной привлекательности предприятия рамках “VBM–EVA–BSC” модели.

**Ключевые слова:** инвестиционная привлекательность предприятия, стоимостные-ориентированное управление, экономическая добавленная стоимость, сбалансированная система показателей.

*The article is devoted to consideration of modern financial instruments for evaluation of investment attractiveness of enterprise from the standpoint of a potential investor and owner. Determined that the assessment methodology of investment attractiveness of enterprise from a financial point of view should not be limited to the classical evaluation of the financial condition and predict the probability of bankruptcy. Proposed to carry out evaluation of investment attractiveness of enterprise through the integration two modern management concepts: Value-based Management (VBM) and Performance Measurement (PM). It is proposed financial indicators of VBM-model and its key indicator – economic value added (EVA) integrate to Balanced Scorecard model (BSC), namely in its “financial perspective” as a key indicator of efficiency. Designed the list of main and auxiliary financial indicators within “VBM–EVA–BSC” model, which necessary for investor and financial department with its division to strategic and current. Besides of this, submitted the algorithms for calculation key financial indicators of investment attractiveness of enterprise within “VBM–EVA–BSC” model.*

**Keywords:** investment attractiveness of enterprises, value-oriented management, economic value added, the balanced scorecard.

**Вступ.** У зв'язку з необхідністю залучення фінансових ресурсів і їхньою обмеженістю, актуальною постає на сьогоднішній день проблема оцінювання інвестиційної привабливості підприємства як характеристики, що дозволяє сформувати інвестору уявлення про стан об'єкту вкладання коштів, надійність майбутньої інвестиції, очікувані результати від їх використання. Ефективність процесу оцінювання інвестиційної привабливості підприємства як з позиції потенційного інвестора, так і з позиції ефективного функціонування самого підприємства, в першу чергу, залежить від системи його інформаційного забезпечення та використовуваного методичного інструментарію.

Визначенню методичних підходів до оцінювання інвестиційної привабливості підприємства з фінансової точки зору присвячена значна кількість робіт відомих вітчизняних та зарубіжних вчених, таких як І. Ансофф, І.О.Бланк, С.А.Буткевич, В.М. Гриньова, Дука А.І., Д.А.Епштайн, С.Естрин, В.В.Ковальов, Колмикова Т.С., К.Е.Мейер, А.А.Пересада, А.М.Поддєрьогін, В.П. Савчук, О.О.Терещенко, К.Уолш, Д.М.Черваньов та інших.

Але, в більшості своїй, всі методики зводяться до оцінювання фінансового стану підприємства на основі класичних показників рентабельності, платоспроможності, фінансової стійкості, що не дає цілісного уявлення про фінансову складову інвестиційної привабливості підприємства, або ж до застосування інтегральних методик прогнозування ймовірності банкрутства, більшість з яких не адаптована під сучасні умови

функціонування вітчизняних підприємств. Відповідно, проблема формування та використання сучасного фінансового інструментарію оцінювання інвестицій привабливості підприємства є дуже актуальною і потребує подальшого дослідження.

**Постановка завдання.** Проблема оцінювання інвестиційної привабливості підприємства останнім часом стоїть у центрі уваги сучасних наукових досліджень, але аналіз напрацювань у цій галузі дає змогу зробити висновок, що дослідження зосереджуються лише на певних напрямках без їхнього синтезованого подання. Тому, основною метою даної статті є формування сучасного фінансового інструментарію, що дозволить комплексно оцінити інвестиційну привабливість підприємства.

**Методологія.** Дослідження ґрунтується на загальнонауковому комплексі методів, а саме: аналізу та синтезу, системного підходу, прийомів логічного узагальнення та порівняння. Теоретичною базою дослідження є наукові праці вітчизняних і зарубіжних учених щодо оцінювання інвестиційної привабливості підприємств.

**Результати дослідження.** Сьогодні залучення інвестицій у реальний сектор економіки – питання її виживання, а від розуміння логіки інвестиційних процесів залежить адекватність практичних інвестиційних рішень, що приймаються. Один із найважливіших етапів даного процесу – це вибір підприємства, в яке будуть інвестовані відповідні фінансові ресурси. А на вибір підприємства – об'єкта інвестування, в першу чергу, впливає його інвестиційна привабливість.

Традиційно під інвестиційною привабливістю мається на увазі наявність певних умов інвестування, які впливають на вподобання інвестора при виборі об'єктів інвестування. Інвестиційна привабливість підприємства – це його інтегральна характеристика з позиції перспективності розвитку, обсягу і перспектив збуту продукції, ефективності використання активів та їх ліквідності, стану платоспроможності і фінансової стійкості.

З фінансової точки зору, інвестиційну привабливість підприємства можна визначити як збалансовану систему інтегральних і комплексних фінансових показників доцільності вкладання капіталу інвестором в об'єкт інвестування, що відображає сукупність об'єктивних та суб'єктивних умов, які сприяють або перешкоджають процесу інвестування.

Відповідно, перед кожним інвестором стоїть завдання знайти прості у розрахунках і розумінні фінансові показники оцінювання інвестиційної привабливості підприємства та росту його вартості. В свою чергу, перед власниками підприємства та його фінансовою службою стоїть завдання сформувати ефективну систему контрольних фінансових показників діяльності в рамках менеджменту, спрямованого на зростання інвестиційної привабливості та вартості компанії.

На думку автора, сучасний фінансовий інструментарій оцінювання інвестиційної привабливості підприємства як з позиції інвестора, так і з позиції власника, не повинен обмежуватися класичними методиками оцінювання фінансового стану, а повинен передбачати використання:

1. Вартісно-орієнтованого управління (Value-Based Management, VBM).
2. Комплексних систем, націлених на вимірювання досягнень (Performance Measurement), а саме збалансованої системи показників (Balanced Scorecard, BSC).

Метою вартісно-орієнтованого управління (VBM) є створення інформаційної бази для стратегічних та оперативних рішень за допомогою показників, які ідентифікують збільшення або зменшення вартості компанії. При цьому всі інструменти фінансового менеджменту та процес прийняття управлінських рішень підпорядковуються завданню максимізації ринкової вартості підприємства, а, відповідно, і його інвестиційної привабливості. Тобто, VBM – це підхід щодо ухвалення фінансово-економічних рішень, заснований на пріоритетності фінансових інтересів власників (інвесторів) і необхідності максимізації вартості компанії з урахуванням цілей всіх зацікавлених осіб як додаткової умови.

Відповідно до VBM-підходу, основним показником для оцінювання результатів діяльності підприємства є його вартість. Даний показник має низку переваг для інвестора чи власника у порівнянні з традиційними критеріями оцінювання ефективності діяльності компанії, таким як, наприклад, чистий прибуток (табл.1).

*Таблиця 1*

**Порівняльний аналіз критеріїв оцінювання ефективності діяльності компанії**

	Чистий прибуток	Вартість компанії
1	використовують для оцінювання управлінських рішень на етапі поточного управління	використовують для оцінювання управлінських рішень на етапі стратегічного управління, але складові показника (економічний прибуток) дозволяють оцінити результати поточного управління
2	є розрахунковою величиною, яка формується відповідно до облікової політики підприємства (легко піддається маніпуляціям)	не може бути штучно завищена або занижена, оскільки розрахунок показника тісно пов'язаний з планом руху грошових коштів
3	не дозволяє оцінити рівень платоспроможності підприємства та інвестиційної активності	дозволяє оцінити рівень платоспроможності підприємства та інвестиційної активності
4	враховує в розрахунках лише витрати за користування позиковим капіталом	враховує витрати в розрахунках за користування всіма джерелами фінансування діяльності
5	не враховує діловий і фінансовий ризики, характерні для діяльності	враховує діловий і фінансовий ризики, характерні для діяльності підприємства

	підприємства	
--	--------------	--

В рамках концепції VBM підприємство може розраховувати фінансові показники, що засновані на стандартній фінансовій звітності, або фінансові показники, що засновані на аналіз грошових потоків (рис.1).

Ключовим рішенням при побудові ефективної системи вимірювання вартості підприємства є рішення про вибір основного показника результативності його діяльності, на базі якого буде побудована і система оцінювання інвестиційної привабливості.



Рис. 1. Класифікація фінансових показників у VBM-концепції

Проаналізувавши основні групи показників, які застосовуються у концепції VBM, рекомендується зупинитися на показнику економічної доданої вартості (EVA). Переваги показника EVA обумовлені тим, що він базується на комплексному підході до трьох основних сфер менеджменту: складанні капітального бюджету, оцінці ефективності діяльності підрозділів або підприємства в цілому, розробці оптимальної і справедливої системи преміювання менеджменту.

Сутність методу оцінювання вартості підприємства на основі EVA полягає в тому, що його капітал має працювати з такою ефективністю, щоб забезпечити норму дохідності на вкладений капітал, яка необхідна інвесторам. Норма дохідності інвестора – встановлена інвестором бар'єрна ставка доходу, яка необхідна на вкладений капітал з урахуванням відповідного інвестиційного ризику. Саме таку ставку дохідності зміг би заробити інвестор, якби він використав наданий капітал у альтернативних галузях бізнесу, але з тим же рівнем ризику.

Метою управління вартістю підприємства на основі показника EVA є утворення такої вартості компанії для інвестора, коли операційний прибуток (або прибуток до відрахування фінансових витрат та податків) перевищує середньозважену вартість використовуваного капіталу в грошовому виразі:

$$EVA = NOPAT - WACC \times K \quad (1)$$

$$EVA = EBIT \times (1 - T) - WACC \times NA \quad (2)$$

*де NOPAT – чистий операційний прибуток за вирахуванням податків та відсотків; WACC – середньозважена вартість капіталу; K – сума капіталу; EBIT – прибуток до відрахування фінансових витрат та податків; T – ставка податку на прибуток; NA – чисті активи.*

Показник EVA виступає індикатором якості прийняття управлінських рішень. Його позитивне значення характеризує ефективне використання капіталу і свідчить про збільшення вартості підприємства; якщо значення EVA дорівнює нулю, то це характеризує певного роду досягнення, так як власники капіталу фактично отримали норму повернення, яка компенсує ризик; від'ємне значення EVA характеризує неефективне використання капіталу і говорить про зниження вартості підприємства та його інвестиційну непривабливість.

Таким чином, основна ідея, на якій базується доцільність використання EVA полягає у тому, що інвестори підприємства мають отримати певну норму повернення за прийнятий ризик. Якщо цього не відбувається, то реальний прибуток власників підприємства відсутній і вони не вбачають в цьому випадку переваги від інвестиційної привабливості підприємства.

Як показує досвід використання концепції VBM, серед найбільших підприємств Німеччини, Ірландії, Швейцарії, Австрії її застосовують 75%, у Британії – 65%, у Франції – 50%, в Італії – 40%, у Норвегії та Швеції – близько 30%.

Однією з причин такого стану є те, що показники VBM розглядають не як інструмент, вбудований у фінансову систему підприємства, а як до засіб, який використовується в критичних ситуаціях, тобто при оцінці варіантів реструктуризації, злиття чи поглинання. Такий підхід зрозумілий: дані фінансового обліку та звітності тут не придатні як з причини жорсткого нормативного регулювання, так і з вини емітентів, які спотворюють звітні дані. Інформація управлінського обліку також не завжди дозволяє оперативно проводити потрібні розрахунки, оскільки не містить необхідних для цього даних. Крім цього, зворотній зв'язок фінансового менеджменту та фінансового обліку в більшості випадків також слабкий.

Виходом з цієї ситуації є створення такої контрольно-аналітичної системи, яка забезпечувала б як прямий, так і зворотний зв'язок з системами управління, в першу чергу фінансового. Ця система повинна відповідати вимогам нової парадигми управлінських комунікацій. Самі по собі показники системи VBM не містять концепції, яка дозволяла б пов'язати воєдино стратегію і тактику підприємства, а також створити адекватну систему обліку та фінансового управління. З цієї точки зору, VBM необхідно розглядати як інформаційний ресурс, інструмент для оцінювання відповідності фактичного стану підприємства його стратегії і тактиці.

Необхідна контрольно-аналітична система може бути створена за допомогою інтеграції концепції VBM з комплексною системою, націленою на вимірювання ефективності (Performance Measurement, PM), а саме системою

збалансованих показників (Balanced Scorecard, BSC). BSC дозволяє одночасно встановлювати стратегічні цілі, визначати відповідні їм тактичні завдання, виконувати поточні дії щодо збору даних та контролю їх відповідності тактиці і стратегії підприємства, та базується на чотирьох перспективах: фінансова перспектива (яким чином задовольнити власників (інвесторів) компанії та які фінансові цілі необхідно досягти); задоволення споживачів (щоб досягти головної фінансової мети, які очікування споживачів ми повинні задовольнити); внутрішні процеси (для задоволення споживачів та власників (інвесторів), на які бізнес-процеси нам варто звернути увагу та оптимізувати їх); навчання та розвиток персоналу (щоб досягти наших цілей, яким чином наша компанія повинна змінюватися та навчатися)

Тобто, пропонується фінансові показники VBM-моделі, що запропоновані для оцінювання інвестиційної привабливості підприємства, і особливо, показник економічної доданої вартості (EVA), інтегрувати у систему збалансованих показників (BSC), а саме у її перспективу “фінанси” в якості ключового показника ефективності.

На нашу думку, збалансована система показників (BSC) та модель економічної доданої вартості (EVA) органічно вписуються в як процеси стратегічного планування і фінансового бюджетування, так і в процес оцінювання інвестиційної привабливості підприємства інвестором; передбачають можливість каскадування фінансових показників та транслявання розробленої стратегії (в т.ч. фінансової чи інвестиційної) від рівня топ-менеджменту до рівня стратегічних господарських одиниць, структурних підрозділів та окремих виконавців.

Відповідно, перелік основних фінансових показників в рамках “VBM–EVA–BSC” моделі, що повинні бути включені у систему оцінювання інвестиційної привабливості підприємства, пропонується поділити на основні та допоміжні, необхідні для інвестора та фінансової служби, а також стратегічні та поточні (табл.2,3).

Введення EVA, як і інших фінансових показників VBM-моделі, до складу фінансової перспективи BSC в якості результативного показника дозволить в певному сенсі “замкнути” сукупність оцінок ефективності досягнення поставлених стратегічних завдань на одному підсумковому фінансовому показнику, який задовольняє як власника, так і інвестора, підтримуючи при цьому достатню увагу і до системи показників інших перспектив, в т.ч. і не фінансових.

З іншого боку, об’єднання математичної точності і однозначності оцінювання, що притаманні моделям EVA та концепції VBM, з системністю підходу до оцінювання ефективності діяльності, яка характерна для BSC, дозволяє отримати ефективний інструмент стратегічного управління з посиленими можливостями прогнозування, здатне забезпечити значний

синергетичний ефект, орієнтуючи підприємство як на максимізацію вартості, так і на підвищення своєї інвестиційної привабливості.

Введення додаткових фінансових показників до моделі “VBM–EVA–BSC”, наприклад, ефективності діяльності та фінансової стійкості обумовлено, з одного боку, їх важливістю з позиції оцінювання інвестиційної привабливості підприємства потенційним інвестором, з іншого – їх безпосереднім впливом на вартість підприємства.

Таблиця 2

**Основні фінансові показники в рамках “VBM–EVA–BSC” моделі,  
включені у систему оцінювання інвестиційної привабливості  
підприємства**

Фінансові показники	Необхідні для		Період звітності	
	Інвестора (власника)	Фінансової служби	Стратегічні (річні)	Поточні (щомісячні)
<b>Вартісно-орієнтовані фінансові показники (VBM)</b>				
Економічна додана вартість (EVA)	+	+	+	
Чистий операційний прибуток після вирахування податків (NOPAT)		+		+
Середньозважена вартість капіталу (WACC)	+	+	+	+
<b>Фінансові показники ефективності діяльності</b>				
Рентабельність інвестицій (ROI)	+	+	+	+
Рентабельність активів (ROA)	+	+	+	+
Рентабельність власного капіталу (ROE)	+	+	+	+
Прибуток до виплати відсотків, податків та амортизації (EBITDA)	+	+		+
<b>Фінансові показники ефективності формування та використання грошових потоків</b>				
Чистий грошовий потік (NCF)	+	+	+	+
Грошовий потік віддачі на інвестований капітал (CFROI)	+	+	+	+
<b>Фінансові показники акціонерної вартості</b>				
Чистий прибуток на одну акцію (EPS)	+	+	+	
Показник сукупної акціонерної доходності (TSR)	+	+	+	

Таблиця 3

*Допоміжні фінансові показники в рамках “VBM–EVA–BSC” моделі, включені у систему оцінювання інвестиційної привабливості підприємства*

Фінансові показники	Необхідні для		Період звітності	
	Інвестора (власника)	Фінансової служби	Стратегічні (річні)	Поточні (щомісячні)
<b>Вартісно-орієнтовані фінансові показники (VBM)</b>				
Ринкова додана вартість (MVA)	+	+	+	



Акціонерна додана вартість (SVA)	+	+	+	
Грошовий потік (CF) за видами діяльності		+		+
Фінансові показники ефективності діяльності				
Рентабельність чистих активів (RONA)		+		+
Рентабельність інвестованого капіталу (ROCE)		+		+

Продовження табл.3

Фінансові показники, що характеризують ділову активність				
Період обороту дебіторської заборгованості		+		+
Період обороту запасів		+		+
Період обороту кредиторської заборгованості		+		+
Тривалість операційного циклу	+	+	+	+
Тривалість фінансового циклу	+	+	+	+
Показники фінансової стійкості та платоспроможності				
Сума власного оборотного капіталу		+		+
Коефіцієнт маневрування власного капіталу	+	+		+
Коефіцієнт абсолютної ліквідності		+		+
Загальний коефіцієнт покриття		+		+
Тип фінансової стійкості	+	+	+	+
Коефіцієнт фінансової автономії	+	+		+
Фінансові показники ефективності формування та використання грошових потоків				
Коефіцієнт якості чистого грошового потоку		+		+
Коефіцієнт ліквідності грошового потоку		+		+
Коефіцієнт достатності грошового потоку		+	+	+
Коефіцієнт ефективності грошового потоку	+	+	+	+
Фінансові показники акціонерної вартості				
Коефіцієнт співвідношення ціни акції та чистого прибутку (P/E-Ratio)	+	+	+	
Коефіцієнт співвідношення ціни акції та чистого грошового потоку (P/CF Ratio)	+	+	+	
Коефіцієнт співвідношення ринкової та номінальної ціни акції (M/B Ratio)	+	+	+	
Сума дивідендів на одну акцію	+	+	+	

Фінансові показники, що характеризують результати інвестиційної діяльності				
Чистий приведений дохід (NPV)		+	+	
Рентабельність інвестиційного проекту (ROI)	+	+	+	
Внутрішня норма доходності (IRR)	+	+	+	
Період окупності інвестицій	+	+	+	
Чистий грошовий потік від реалізації проекту		+		+

Розглянемо даний механізм більш детально. Задля того, щоб визначити можливості додаткового залучення позикового капіталу при нормальному рівні фінансової стійкості та фінансової рентабельності підприємства, а також оцінити ефективність використання позикового капіталу з позиції нарощення власного капіталу (як засобу забезпечення фінансової стійкості), необхідно провести оцінку доданої вартості, яку створює власний підприємства в результаті використання його можливості щодо акумулювання додаткового позикового капіталу. Розрахунок доданої вартості (ДВ) буде наступним:

$$ДВ = \left( \frac{ЧП}{ВК} - \frac{ФВ}{ПК} \right) \times ВК \quad (3)$$

де ЧП – сума чистого прибутку; ВК – середня сума власного капіталу; ПК – середня сума позикового капіталу; ФВ – сума фінансових витрат, пов'язаних із залученням позикового капіталу;

Економічний зміст доданої вартості, в даному випадку, полягає у різниці між рівнем прибутку, який отримує підприємство на власний капітал, та рівнем доходів, що виплачуються у якості зобов'язання за позиковий капітал, який забезпечує компенсацію ризику вкладень для інвесторів. Безперечно, чим вищим буде позитивне значення доданої вартості, тим вищим буде і рівень фінансової стійкості підприємства, а відповідно, і його інвестиційної привабливості:

$$[K_{\Phi 3}] \rightarrow \min \Rightarrow [M_E] \rightarrow \max \Rightarrow [\Phi P] \rightarrow \max \Rightarrow [ДВ] \rightarrow \max \Rightarrow [\Phi C] \rightarrow \max \Rightarrow [ІП] \rightarrow \max \quad (4.1)$$

або в розгорнутому вигляді:

$$\begin{aligned} \frac{A}{ВК} \rightarrow \min \Rightarrow \left[ \left( \frac{\Phi P Д_{до} + ФВ}{A} - \frac{ФВ}{ПК} \right) \times \frac{A}{ВК} \right] \rightarrow \max \Rightarrow \frac{ЧП}{ВК} \rightarrow \max \Rightarrow \\ \Rightarrow \left[ \left( \frac{ЧП}{ВК} - \frac{ФВ}{ПК} \right) \times ВК \right] \rightarrow \max \Rightarrow \Phi C \rightarrow \max \Rightarrow ІП \rightarrow \max \end{aligned} \quad (4.2)$$

де ІП – інвестиційна привабливість підприємства;  $\Phi C$  – фінансова стійкість підприємства; А – середня сума активів;  $\Phi P Д_{до}$  – фінансовий результат до оподаткування.

Іншими словами, мінімізуючи залежність підприємства від зовнішніх джерел фінансування, тобто зменшуючи його коефіцієнт фінансової залежності ( $K_{\Phi 3}$ ), підприємство максимізує таким чином розмір свого мультиплікативного ефекту ( $M_E$ ), що забезпечує йому максимальне значення фінансової рентабельності ( $\Phi P$  чи ROE), це, в свою чергу дозволяє збільшити

розмір доданої вартості (ДВ), і, як результат, підприємство максимізує свою фінансову стійкість (ФС) та підвищує інвестиційну привабливість (ІП).

Якщо підприємство створене як акціонерне товариство, основна мета його фінансового менеджменту зводиться до максимального задоволення інтересів акціонерів через максимізацію вартості підприємства та рівня його фінансової рентабельності, саме тому у модель “VBM–EVA–BSC” пропонується ввести додатковий блок показників акціонерної вартості. Основним фінансовим показником поряд іншими з в даному випадку буде показник сукупної акціонерної доходності (TSR):

$$TSR = \frac{ЦА_K - ЦА_П + Д}{ЦА_П} \quad (5)$$

де  $ЦА_K$ ,  $ЦА_П$  – ціна акції на кінець та початок року;  $Д$  – сума дивідендів.

Взаємозв’язок основних і додаткових фінансових показників в рамках запропонованої моделі буде мати наступний вигляд (рис.2).



Рис. 2. Процес максимізації вартості та інвестиційної привабливості акціонерного товариства в рамках моделі “VBM–EVA–BSC”

Насамкінець, перш ніж запроваджувати у практичну діяльність будь-якого підприємства розроблену систему фінансових показників оцінювання його інвестиційної привабливості в рамках моделі “VBM–EVA–BSC”, варто провести відповідні підготовчі роботи з дотриманням наступних принципових моментів:

1. Визначитися чи готове підприємство сформувати довгострокове бачення свого існування у майбутньому.

2. Сформувані ключові цінності підприємства для ринку. Відповідно, має бути побудована вся система BSC повністю у чотирьох проекціях, а у рамках фінансового менеджменту основна увага має бути зосереджена на максимізації ринкової вартості компанії в рамках VBM.

3. Необхідно створювати цінність (вартість) у обраному напрямку та орієнтувати менеджмент різних рівнів на довгострокове зростання вартості як ключового фактора.

4. Важливо управляти процесом, орієнтованим на підвищення вартості, використовуючи широкий взаємодоповнюючий інструментарій: збалансовану карту KPI, показники EVA для підрозділів, оцінку вартості нематеріальних активів (репутації, бренду) тощо.

5. В умовах недостатньо розвиненого фондового ринку та з врахуванням особливостей підприємства при оцінці вартості бізнесу використовувати метод дисконтованих грошових потоків з врахуванням коригувань на рівень ризиків. Саме для цього до складу контрольних фінансових показників введено показники ефективності формування та використання грошових потоків.

6. Спрямувати персонал на вирішення завдань довгострокового створення вартості, розробивши відповідну систему стимулювання.

**Висновки.** У статті запропоновано сучасний фінансовий інструментарій оцінювання інвестиційної привабливості підприємства з позиції потенційного інвестора та власника, що базується на інтеграції двох сучасних концепцій управління: вартісно-орієнтованого управління та вимірювання ефективності.

Наукова новизна даної роботи полягає в удосконаленні методики оцінювання інвестиційної привабливості підприємства, що передбачає інтеграцію фінансових показників VBM-моделі та її ключового показника економічної доданої вартості (EVA) у систему збалансованих показників (BSC), а саме у її перспективу “фінанси” в якості ключового показника ефективності.

Практична значимість роботи полягає у розробці автором переліку основних та допоміжних фінансових показників в рамках “VBM–EVA–BSC” моделі, що необхідні для інвестора та фінансової служби підприємства з їх поділом на стратегічні та поточні, а також надання алгоритмів розрахунку ключових фінансових показників інвестиційної привабливості підприємства в рамках запропонованої моделі.

В цілому, комплексне використання запропонованого фінансового інструментарію оцінювання інвестиційної привабливості підприємства дозволить суттєво підвищити ступінь інформативності та достовірності отриманих результатів, забезпечити ефективність процесу управління інвестиційною привабливістю підприємства як у поточному, так і в перспективному періодах, та слугуватиме основою для подальших досліджень

і розробок у даному напрямі.

### **Література:**

1. Антипенко Є., Шумікін С., Стойчева А. Методика аналізу та оцінювання інвестиційної привабливості підприємств /Антипенко Є., Шумікін С., Стойчева А. //Економічний аналіз. – 2011. – Випуск 9, ч.3. – С.27-30
2. Леденев Е.Е. BSC и EVA? - конкуренты или союзники? /Леденев Е.Е. //[Електронний ресурс]. Режим доступу до джерела: [http://www.iteam.ru/publications/strategy/section\\_27/article\\_1197/](http://www.iteam.ru/publications/strategy/section_27/article_1197/)
3. Редченко К. EVAлюция сбалансированной системы показателей /Редченко К. //[Електронний ресурс]. Режим доступу до джерела: [http://www.iteam.ru/publications/strategy/section\\_27/article\\_298/](http://www.iteam.ru/publications/strategy/section_27/article_298/)
4. Степанов Д. Value-Based Management и показатели стоимости /Степанов Д. //[Електронний ресурс]. Режим доступу до джерела: <http://d-stepanov.narod.ru/publications/vbm02.htm>
5. Терещенко О.О., Бабяк Н.Д. Фінансовий контролінг: навч. посіб. [Текст] /О.О.Терещенко, Н.Д.Бабяк. – К.: КНЕУ, 2013. – 408 с.
6. Харламова Г.О. Оцінювання привабливості об'єктів інвестування /Харламова Г.О. //Актуальні проблеми економіки. – 2008 – № 9 – С.74-79
7. Янгель Д. Модель EVA: ориентация на стоимость / Ягель Д.//Консультант. – 2005. – № 23. – С.54-57.